

LIC. GEORGES SANTONI RECIO

**Corrientes de Cambios
en la Reglamentación de los Valores
Mobiliarios
(Acciones, Bonos, etc.)
y la Posible Aplicación
en la Privatización de Empresas
Estatales**

Presentado en el "Coloquio Jurídico",
organizado por la Oficina
Kaplan, Russin, Vecchi & Heredia Bonetti
el día 27 de octubre de 1988

INTRODUCCION

En días recientes, hemos visto cómo varias empresas, tanto públicas como privadas, están ofreciendo al público la venta de valores mobiliarios para cubrir sus necesidades de capital. Uno de los principales bancos locales está vendiendo acciones preferidas a interés fijo. Otra importante empresa agroindustrial ha lanzado una emisión de bonos. Hasta el mismo Banco Central está recurriendo al ahorro público mediante la emisión de los denominados "Certificados de Participación".

Este movimiento no se limita a la República Dominicana y ha traído como lógica consecuencia la adaptación y adecuación de la reglamentación que rige a los V.M. El propósito principal de este trabajo es analizar y comentar sobre los recientes cambios introducidos en el país de nuestra reglamentación de los V.M. y, muy especialmente, dos nuevas leyes que han profundamente modificado esta materia.

Examinaremos en primer lugar la noción de valores mobiliarios y su reglamentación; luego las recientes reformas introducidas en Francia y, finalmente, su posible aplicación en un programa de privatización de las empresas estatales dominicanas.

I. NOCION Y REGLAMENTACION DE LOS VALORES MOBILIARIOS

A) Noción de los V.M.

1. Definición.

Los valores mobiliarios podrían definirse como "los títulos negociables que representan los derechos a largo plazo adquiridos por aquéllos que han aportado a una persona moral, pública o privada, las especies o bienes necesarios para su financiamiento".

2. Características.

Dentro de esta definición se engloban las características esenciales de estos instrumentos, los cuales se delimitan por la natu-

raleza del derecho que representan. Los V.M. pueden representar derechos de asociados o de prestamistas, pero, según veremos posteriormente, esta división tradicional ha sido objeto de importantes cambios.

No se consideran V.M. los billetes de banco, que tienen un rol monetario, ni los efectos de comercio y los cheques, que no producen interés.

Por otra parte, los V.M., deben ser esencialmente negociables. Esto excluye a los pagarés y otro tipo de préstamos particulares.

Finalmente, deben ser títulos fungibles. Siempre deben poder ser sustituidos por otros de la misma emisión. La fungibilidad a que nos referimos aquí no es la misma fungibilidad del Código Civil, que la asemeja más bien a la falta de individualización (ya que una acción o un bono puede, y en algunos casos debe, indicar la fecha de emisión, nombre del titular, número, etc.), sino más bien a la fungibilidad económica, el hecho de que un título debe valer lo mismo que otro parecido.

En resumen, podemos identificar las características principales de los valores mobiliarios.

- 1.— Son derechos mobiliarios incorpóreos;
- 2.— Son derechos susceptibles de procurar renta;
- 3.— Son derechos negociables; y por último,
- 4.— Son derechos fungibles.

3. Utilización Práctica.

La emisión de V.M. es generalmente el segundo paso de las empresas en su búsqueda de financiamiento, luego de haber pasado por los préstamos bancarios. Presentan sustanciales ventajas sobre los préstamos, en lo que respecta a costos financieros, ventajas contables y la ampliación de la base financiera.

En algunos países extranjeros, cierto tipo de V.M. sirven también para que las empresas públicas que funcionan bajo el derecho privado puedan recaudar capital sin desnacionalizarse, lo cual ocurriría si simplemente vendieran acciones al público.

Las necesidades económicas y políticas que han forzado los cambios en los V.M. han tenido singulares consecuencias en el campo jurídico.

B) Reglamentación de los V.M.

1. Marco Legal en la República Dominicana

Nuestros códigos le prestan poca atención a los V.M. por el escaso interés existente el siglo pasado en el desarrollo de las fuentes de financiamiento de las empresas. Mas, se concentraron en los efectos del comercio, porque éstos representaban la seguridad de las operaciones de comercio.

El artículo 529, del Código Civil define como "muebles por disposición de la ley", las obligaciones y acciones. El Código de Comercio establece en los artículos 35 y 36 disposiciones en cuanto a la forma de las acciones.

Disposiciones legales más recientes tratan sobre la materia. La Ley No. 3553, Ley Orgánica de la Bolsa Nacional de Valores de fecha 15 de mayo de 1953, es la primera que pudimos identificar donde se utiliza el término V.M. Esta ley ha quedado en desuso, ya que nunca operó dicha Bolsa de Valores, aunque existe un nuevo movimiento en el país para instalarla, provista de un nuevo estatuto legal.

La Ley No. 505, del 23 de diciembre de 1964, sobre compañías o entidades que ofrecen acciones o títulos al público se limita a exigir requisitos especiales para las compañías que recurren al ahorro público para sus necesidades de capital. Estas compañías deben tener un capital mínimo en efectivo de RD\$25,000; *deben depositar los aportes en especie en un banco del país*; la evaluación de los aportes en naturaleza debe ser aprobada por el Superintendente de Bancos y, finalmente, deben cumplir con ciertos requisitos de publicación. Bajo el amparo de esta ley surgieron varias empresas durante la década de los '60 dentro de lo cual podríamos mencionar al Complejo Metalúrgico Dominicano, C. por A. (METALDOM), Banco Popular Dominicano y Neveras Dominicanas, C. por A. (NEDOCA).

Luego hay varias leyes especiales que autorizan y reglamentan la emisión de V.M. por cierto tipo de empresas, como lo son la Ley 292 para empresas que promueven el desarrollo económico, la Ley 171 para los bancos hipotecarios de la construcción y la Ley 409 para empresas agroindustriales, entre otras.

Existe igualmente una pluralidad de resoluciones de la Junta Monetaria que reglamentan la forma y emisión de ciertos V.M.

Pero ninguna de estas disposiciones afecta la división clásica de los V.M. y la forma de sustentación de los títulos en sí.

2. División.

La división de los valores mobiliarios que hacen nuestros códigos se fundamenta en una división de fondo. Los divide en acciones y obligaciones.

La acción es la parte de interés que recibe el asociado en una sociedad de capitales. Compone esencialmente dos derechos: el derecho a participar en las ganancias y pérdidas de la sociedad y en la distribución proporcional del capital social y el derecho a participar en la vida social de la compañía.

La obligación, en cambio, es un título que refleja una acreencia del titular sobre la sociedad. A diferencia del accionista, el detentador de una obligación, es verdaderamente un prestamista que no corre los riesgos en la sociedad, pero tampoco participa en la vida social de la misma.

La actual clasificación del Código de Comercio Dominicano fue la misma del Código de Comercio Francés desde su inicio y a través de sus dos grandes reformas: la Ley del 22 de junio de 1867, y más recientemente, la Ley del 24 de julio de 1966. Esta situación ha sufrido grandes cambios.

II) RECIENTES REFORMAS INTRODUCIDAS EN FRANCIA

A) Ley Francesa, del 30 de diciembre de 1981

La Ley del 30 de diciembre de 1981, completada por el Decreto del 2 de mayo de 1983, sobre Dematerialización y Conservación de V.M., efectuó profundas modificaciones al esquema antes descrito.

A partir de esa fecha, la "suma diviso" no iba a ser sobre una base de fondo sino de forma. En vez de dividir los valores mobiliarios en acciones y obligaciones, esta nueva ley vino a hacer la división entre títulos al portador y títulos nominativos.

1. Eliminación Títulos al Portador

La Ley introdujo dos grandes reformas. En primer lugar, eliminó los títulos al portador, tanto acciones como obligaciones, salvo para las compañías cuyos títulos se cotizan en la Bolsa de Valores. Los Títulos Nominativos, que son la inmensa mayoría (N.B. en 1985 habían 160,000 S.A. en Francia, de las cuales poco más de cien se cotizaban en la Bolsa), pueden revertir dos modalidades: (1) **Títulos Nominativos Puros**, cuando el titular asume él mismo la administración y ejerce todos sus derechos; y (2) **Títulos Nominativos Administrados**, donde el titular prefiere confiar a un tercero, llamado intermediario financiero (agente de cambio, banco), para administrar su cuenta frente a la sociedad emisora. En este último caso, los principios generales del mandato se aplican y el intermediario financiero ejerce los actos de administración y gestión como cobro de intereses y dividendos, pero no los actos de disposición como cesión o disposición de los títulos.

Aparte de las ventajas técnicas que para una sociedad compone el saber en todo momento quienes son sus accionistas, había una evidente razón fiscal detrás de la eliminación de los títulos al portador. El gobierno socialista que subió al poder en Francia en 1981 instauró un impuesto sobre las grandes fortunas y una forma de perseguirlas era eliminando el anonimato en los V.M.

2. Dematerialización de los Títulos

El segundo gran cambio producido por esta ley fue la llamada Dematerialización de los Títulos. Tal como su nombre lo indica, a partir de dicho estatuto legal los V.M., acciones y obligaciones ya no se verían reflejados en un soporte papel sino en la llamada inscripción en cuenta de la misma compañía. Según lo explica Roblot en su obra de Derecho Comercial, el reemplazo de los títulos por inscripciones en cuenta es uno de los fenómenos más importantes del derecho moderno en V.M. La Dematerialización tiene varias ventajas de índole técnico: (1) permite una modernización de los métodos de administración; (2) facilita los esfuerzos comerciales de los intermediarios encargados de vender o de comprar los títulos de sus propietarios; (3) acelera la operación con los títulos y facilita la utilización de la computadora.

A) Fundamento Histórico. Sus orígenes se remontan a la II Guerra Mundial, cuando por razones de circunstancia (falta de papel) y para simplificar las manipulaciones impuestas a los establecimientos financieros para la administración de las carteras de sus clientes, intervinieron varias reglamentaciones, donde se establecía que las acciones al portador invertidas en la Bolsa de Valores debían estar depositadas obligatoriamente por el intermediario de un establecimiento aceptado en una llamada "Caja Central de Depósitos de Títulos".

Estas disposiciones fueron mal aceptadas por su carácter obligatorio. El Decreto del 4 de agosto de 1949 suprimió la obligatoriedad. Pese a eso, la gran mayoría de las acciones vendidas en la Bolsa estaban depositadas en un establecimiento nuevo que sustituyó a la Caja Central y que se denominaba SICOVAM por sus siglas en francés. Con la intervención de la Ley del 30 de diciembre de 1981, la cual tiene un carácter netamente fiscal, la intervención fue mucho más brutal y sistemática y estableció que todos los valores mobiliarios emitidos en territorio francés o sometidos a la legislación francesa, nominativos o al portador, vendidos en la Bolsa de Valores o no, debían desaparecer como instrumentos materiales para ser reemplazados por inscripciones en cuentas.

Para los Títulos Nominativos, estas llamadas cuentas son llevadas por las mismas sociedades emisoras ampliando de esa forma el concepto de los registros de accionistas establecidos por el artículo 36 del Código de Comercio. Los títulos al portador son inscritos en las cuentas de los intermediarios habilitados para operar en la Bolsa y sus titulares pueden mantener el anonimato frente a las sociedades emisoras.

Este cambio dematerializador, que a primera vista podría parecer revolucionario, encaja perfectamente dentro de la evolución histórica de este tipo de derechos.

El Código Civil no habla de cosas, sino de bienes, que podría definirse como el derecho sobre las cosas. Con los Títulos al Portador, la situación es diferente, ya que el mismo título tiene el derecho incorporado, lo que produce una confusión entre el soporte material y su derecho.

Esta corriente histórica también se observa en la evolución de las formas de intercambio o de pago. En los albores de la historia se utilizaban los caracoles, luego el metal, la moneda papel, siguiendo por el cheque y llegando hasta la Carta de Crédito.

El sentido de la evolución es de abandonar los bienes corporales hacia la abstracción. La Dematerialización de los Títulos se coloca firmemente dentro de esa corriente.

B) Operaciones Jurídicas. La Ley francesa ha estatuido también sobre las operaciones jurídicas que afectan a estos valores mobiliarios recién dematerializados.

La prueba de propiedad se hacen según el nombre que figure sobre la cuenta correspondiente que va a determinar. La transmisión del derecho mediante una orden de movimiento o modificación de la cuenta correspondiente, eliminándose de esta forma la dualidad de efectos que existía anteriormente, y que todavía existe en nuestro régimen jurídico bajo el artículo 36 del Código de Comercio. Este artículo establece que el efecto de transmisión entre las partes se hace por el endoso o la entrega del título mientras que el efecto frente a la sociedad y los terceros se logra por la inscripción en los registros de la sociedad.

En lo que respecta a los Títulos al Portador, el otorgamiento en prenda de los mismos se hace mediante la indicación de la aceptación en los ficheros llevados por la institución autorizada. En cuanto a las acciones dadas en garantía por los directores de una sociedad cuando asumen sus funciones, se debe hacer el depósito en una cuenta especial que se opera a la demanda del titular. Los embargos sobre las acciones serán más bien embargos retentivos que ejecutorios.

Esta reforma apunta a ser una etapa hacia un régimen diferente, que es una evolución hacia la nominatividad de los títulos. Aún para las acciones cotizadas en la Bolsa, el anónimo es muy relativo ya que en los SICOVAM, que es donde deben estar registrados estos títulos, no existe el carácter anónimo.

C) Problemas de Aplicación. Naturalmente, una reforma de esta magnitud crea también problemas de aplicación. Un ejemplo reciente es el caso de que muchas de las compañías que llevan los records de estos títulos le emiten a sus propietarios una especie de volante—recibo indicando su número de títulos. ¿Qué derechos confiere este volante? Algunos analistas franceses señalan que se podría estar cayendo en un círculo vicioso, y que dichos volantes podrían terminar confirmando derechos similares a los existentes bajo el sistema de acciones con soporte material.

B) Ley Francesa del 3 de Enero de 1933

Luego de la Ley del 30 de diciembre de 1981, que acabamos de analizar, fue introducida la Ley del 3 de enero de 1983 para afianzar el carácter determinante de la forma sobre el fondo en lo que se refiere a la clasificación de los valores mobiliarios.

La nueva ley del 1983 crea nuevas categorías de Valores Mobiliarios con características híbridas entre acciones y obligaciones.

Estos nuevos títulos se pueden dividir en dos grandes grupos: los títulos desmembrados y los títulos con adquisición diferida de la calidad de accionista.

1. Títulos Desmembrados

A) Acciones con dividendos prioritarios sin derecho de voto. Esta figura fue introducida en Francia por la Ley del 13 de julio de 1978, aunque la ley del 3 de enero de 1983 borró algunas imperfecciones.

Como su nombre lo indica, son acciones que reciben dividendos prioritarios, a menudo fijos, pero que no tienen derecho a voto. Situaciones semejantes existen en nuestro país, donde se emiten acciones preferidas con un valor nominal de hasta cien veces mayor que las acciones ordinarias, teniendo ambas el mismo derecho a voto. Estos títulos están diseñados para inversionistas que desean una rentabilidad fija sin tener que participar en la administración de la compañía. En nuestro país no se ha podido eliminar el derecho a voto a estos títulos, ya que se estaría violando uno de los requisitos esenciales de la acción, que es la de que el accionista debe tener participación en la vida de la sociedad, el *affectio societatis*.

B) Certificado de Inversión (ex-Certificados Petroleros). Mediante una Ley francesa de 1957 fueron creados los llamados Certificados Petroleros, los cuales se utilizaron como mecanismos de financiamiento por las compañías petroleras estatales. Este concepto fue retomado por la Ley de 1983.

La realidad consiste de un título dividido en dos partes: los derechos pecuniarios a dividendo y participación en el capital están inscritos en un título negociable, mientras que el derecho

a voto es nominativo e inalienable. Desde 1983, pueden ser emitidos por compañías de capital privado.

C) Títulos Participativos. El último de los títulos desmembrados que guarda una gran semejanza con el Certificado de Inversión es el título participativo. Estos títulos se parecen más bien a una obligación en el sentido de que los resultados son generalmente fijos, pero se asemejan a las acciones en el sentido de que son capitales de larga duración, no puede ser recuperado el capital por la sola voluntad del detentador sino que tiene que negociar su título, y la remuneración es en función de los riesgos de la empresa.

Este título facilita grandemente la creación de capital de empresas públicas sin la pérdida de control de parte del Estado, y han sido grandemente utilizados.

2. Adquisición Diferida de Calidad de Accionista

A diferencia de los títulos desmembrados, que componen características de acciones y de obligaciones, también existen aquellos títulos que son netamente obligaciones, pero donde el detentador tiene la potencialidad de convertirse en accionista, dependiendo de su voluntad.

A) Obligaciones Convertibles. Son aquellos títulos que en su misma naturaleza establecen que a partir de un momento específico podrán ser convertidos en acciones; y

B) Obligaciones con Bono de Suscripción de Acciones. Son títulos de préstamo que contienen bonos que otorgan el derecho de suscribir acciones. Esos bonos pueden ser vendidos separadamente del título.

Los cambios introducidos por la Ley de 1983 tienen un carácter eminentemente político. Luego de la ola de nacionalizaciones de empresas de 1981, el gobierno buscaba la forma de obtener financiamiento sin perder el control de ciento por ciento que el Estado debía tener, de acuerdo a la Ley de Nacionalizaciones. Sin embargo, en 1986, la situación se invirtió y Francia se unió a la corriente que existía en todo el resto de Europa de privatizar las empresas estatales.

III) V.M. COMO INSTRUMENTOS DE PRIVATIZACION

En nuestro país está abierto el debate en cuanto a la privatización de las empresas estatales. Es patente la ineficiencia de éstas en el uso de recursos públicos. La racionalización de la participación del Estado en la economía se impone. La experiencia en países industrializados debería ser ilustradora, donde privatizaciones se han llevado a cabo pese al hecho de que las empresas estatales son administradas con mayor eficiencia.

Los instrumentos que hemos examinado como las acciones sin derecho a voto y Certificados de Inversión pudieron ser utilizados en Francia porque existía la confianza necesaria del público para entregar sus ahorros a empresas estatales. Estos V.M. innovadores sirvieron para viabilizar el ahorro público en dichas empresas. Sería cuestionable si un inversionista dominicano invirtiera en alguna empresa de CORDE, sobre todo si su Certificado de Inversión no tuviera derecho a voto. La triste consecuencia es que estas empresas se ven obligadas a recurrir a subsidios gubernamentales o préstamos con bancos e instituciones internacionales. Los bancos extranjeros tienen a su vez depósitos de dominicanos, produciéndose una operación triangular. La relación podría hacerse directamente entre el inversionista y la empresa necesitada de capital si sólo existiera el factor confianza.

Cuando el movimiento político de privatización haya tomado la suficiente fuerza y los gobiernos de turno reconozcan la conveniencia económica de un programa de privatización racional, los instrumentos jurídicos tendrán que ser creados. Antes de identificar los instrumentos legales que servirían para viabilizar un programa de privatización se tendría que definir el alcance y forma de dicho programa.

Si el Estado se avoca a vender la totalidad de su participación en las empresas de CORDE, por ejemplo, los instrumentos legales existentes serían quizás suficientes, mediante la venta de acciones a particulares. Sin embargo, la privatización no necesariamente conlleva la venta de dichas empresas. Si el Estado, en cambio, mantiene una participación en las mismas, pero atrayendo una contrapartida privada, sería bajo esas condiciones que se vería en la necesidad de innovar con los V.M. existentes.

El Estado podría, por ejemplo, convertir su actual participa-

ción accionaria, en obligaciones, ya sea a dividendo fijo o según los beneficios de la compañía. Si la participación privada en una compañía de capital mixto es menor que la estatal, en una compañía donde lo que se esté buscando sea precisamente la administración privada, se podrían crear acciones para el Estado con un derecho a voto reducido, y hasta eliminado.

Otras soluciones podrían surgir según las necesidades. Lo importante es analizar con criterio racional cual debería ser la participación del Estado en la economía y avocarse a poner en práctica las conclusiones de dichos análisis.

CONCLUSION

En resumen, hemos podido ver cómo en Francia se ha profundamente modificado la reglamentación existente sobre V.M. mediante dos leyes principales: la Ley del 30 de diciembre de 1981, la cual introdujo, a su vez, dos cambios sustanciales: la eliminación, salvo excepciones, de los Títulos al Portador y la Dematerialización de los mismos. La Ley del 3 de enero de 1983 vino a introducir títulos nuevos con características híbridas entre acciones y obligaciones. Ambas leyes vinieron a alterar la clasificación tradicional basado en características de fondo de los V.M., en acciones y obligaciones, por una clasificación basada en características de forma, en Títulos al Portador y Nominativos.

Estos cambios, basados principalmente en necesidades políticas del momento, demuestran la moldeabilidad de estas figuras. Y ese mismo criterio de flexibilidad y adaptación se puede utilizar en nuestro país para que los V.M. puedan servir a materializar un eventual programa de privatización de nuestras empresas estatales.

Muchas gracias.